



## DE KAARTEN ZIJN SCHEEF VERDEELD TUSSEN OPRICHTERS EN BELEGERS IN SPACS

### BELONING VAN OPRICHTERS IS EXORBITANT

Nederland speelt, is nog niet te zeggen. Alleen CM.com, dat communicatiediensten verleent aan bedrijven, heeft via een SPAC (Dutch Star Companies One, DSCO) een beursnotering gekregen. De nu aan de beurs genoteerde SPAC Dutch Star Companies Two heeft een beloningsstructuur die het probleem deels mitigeert. Doordat de beloning sterk afhankelijk is van het koersverloop van het aandeel, lopen de belangen tussen beleggers en oprichters meer parallel dan bij de meeste SPACs. Indien een SPAC een goede fusiepartner vindt, kunnen beleggers een mooi rendement boeken ondanks de hoge beloning voor oprichters. Zo

- Bij een traditionele beurgang lekt in de regel tussen de 5 en maximaal 10 procent van de opbrengst weg naar begeleidende banken, zakenbankiers en andere adviseurs. Die kosten worden keurig uitgesmeerd over alle beleggers in het bedrijf.
- Bij een SPAC betalen de oprichters de kosten voor het oprichten van de beurswils. Doordat op dat moment nog sprake is van een lege huls, zijn de kosten voor het verkrijgen van de notering veel lager dan voor een bedrijf met operationele activiteiten dat via de reguliere weg naar de beurs gaat (een IPO). De omvang van het due diligence-onderzoek en reputatierisico's zijn kleiner voor banken bij z'n lege beurswils, en het prospectus kan grotendeels worden opgesteld met een gestandaardiseerd raamwerk.
- Op het eerste gezicht lijkt het sympathiek dat de oprichters deze kosten betalen. Maar in ruil hiervoor eisen de oprichters 20 procent van de aandelen van het bedrijf dat mogelijk wordt overgenomen met de zak geld die beleggers hebben ingelegd. Dat is een exorbitant hoog percentage.
- Dat het nog bonter kan, laat de SPAC European Healthcare Acquisition & Growth Company (EHC) zien. Het prospectus geeft aan dat de initiële verwatering niet 20 maar 25 procent bedraagt. Indien de koers van bedrijf na de fusie oploopt, kan dit belang zelfs oplopen tot 33 procent, omdat de oprichters zichzelf relatief veel warrants hebben toegestopt. In dat laatste geval zijn de oprichters wel verplicht de opties uit te oefenen en dus de uitoefenprijs te betalen.
- Er zijn ook positieve uitzonderingen. De beloning bij Dutch Star Companies Two is een stuk schappelijker. Die bedraagt 3 tot 8 procent van het kapitaal dat is opgehaald door de SPAC en is gekoppeld aan de koers van het aandeel na de fusie.
- De 18 SPACs op het Damrak hebben tot nu toe bijna 4 miljard euro opgehaald. Als alles goed gaat, zien de oprichters daarmee in totaal circa 800 miljoen euro tegemoet.

pakte de fusie van CM.com, die overigens vlak voor het verstrijken van de deadline werd geëffectueerd, goed uit voor de oprichters, maar ook voor de beleggers. De fusies van de SPACs Odyssey en EFIC 1 zijn alleen aangekondigd en moeten nog plaatsvinden.

#### BEROERD VOORLAND

In de VS zijn wel ruim voldoende transacties geweest om een oordeel te kunnen vellen over hoe het de gemiddelde SPAC vergaat.

Onderzoek van het European Corporate Governance Institute laat zien dat de 47 SPACs met een notering in de VS die fuseerden tussen januari 2019 en juni 2020 lagere rendementen boekten dan andere beleggingen. De Nasdaq, de Russell 2000 en bedrijven die via een IPO naar de beurs kwamen: ze deden het gemiddeld allemaal beter dan de SPACs. Vooral opvallend is dat de IPO-bedrijven het veel beter deden, met rendementen die over het eerste jaar na de beursgang gemiddeld 50 procent hoger liggen.

En van de verklaringen van de onderzoekers voor de matige prestaties van SPAC-aandelen is de stevige aandelenbonus van oprichters. Als de SPAC voor de fusie 10 euro cash per aandeel op de bank heeft staan, blijft hier na de fusie nog maar 8 euro aan aandelenwaarde van over omdat via de verwatering 2 euro in de zakken van oprichters is verdwenen.

Voor de aandeelhouders van het bedrijf dat in de SPAC wordt geschoven maakt het allemaal niet zoveel uit. Zij krijgen een zak geld en hebben geen last van de verwatering. Dat spel vindt nog voor de fusie plaats tussen oprichters en SPAC-aandeelhouders.

In de conclusie van het onderzoek vraagt het instituut zich af of de structuur waarbij "de SPAC-aandeelhouders in feite de beursgang van overnamekandidaten subsidiëren" houdbaar is.